

2018年12月03日

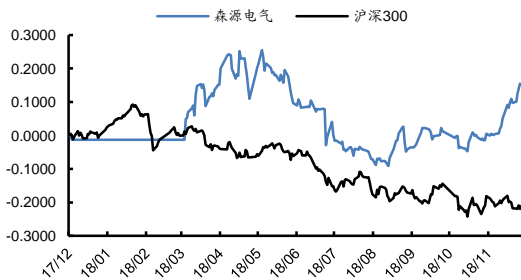
公司研究

评级：买入（上调）

研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 0755-83473923
 证券分析师：尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人：张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

可转换债券布局智能工厂与核电，引入地方政府 平台战略投资者 ——森源电气（002358）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
森源电气	16.8	20.3	15.3
沪深 300	-3.6	-4.9	-20.6

市场数据 2018-11-30

当前价格（元）	17.20
52 周价格区间（元）	13.03 - 19.10
总市值（百万）	15991.82
流通市值（百万）	15659.31
总股本（万股）	92975.70
流通股（万股）	91042.53
日均成交额（百万）	74.42
近一月换手（%）	10.59

相关报告

《森源电气（002358）事件点评：大电气与新能源并行，前三季度业绩高增长》——
2018-09-16

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

- 1) 公司发布公告，公开发行人可转换公司债券，拟募集资金不超过 16 亿元，投资 2.86 亿元（其中募集资金 2 亿元）于核电用 1E 级中低压开关柜及元器件产业化项目，11.9 亿元（其中募集资金 10 亿元）投资于工业智能装备（机器人）和智能工厂（AGV）产业化项目，4 亿元补充流动资金（详见表 1）。
- 2) 公司董事会决定提名陈翔宇先生为董事候选人，陈翔宇先生现任河南资产管理有限公司计划财务部担任财务经理、职工监事。

投资要点：

- **技术储备向产业转化，智能工厂、核电业务空间打开。**公司拟投资 11.9 亿元于工业智能装备（工业机器人）及智能工厂物流（AGV）项目。公司在技术和智能产品具有丰富研究成果且已经投入实际应用：1) 研制出荷载 6kg、20kg、50kg 和 220kg 的六轴关节机器人以及 120kg 的四轴关节机器人等系列化机器人，实现了焊接、搬运、码垛等功能；2) 具有两种驱动方式负载 3 吨、5 吨、10 吨以及 30 吨的 AGV 智能物流自动化系统；3) 机器人柔性智造集成系统；4) 大规模自动仓储系统；5) MES 全面集成应用的成套装备智能生产系统等；6) 智能工厂集成系统等。

同时，公司拟投资 2.86 亿元于核电用 1E 级中低压开关柜及元器件产业化项目，10 月 9 日，公司获得国家核安全局下发的《民用核安全设备设计许可证》及《民用核安全设备制造许可证》，目前公司核电 1E 级交流中、低压开关柜、高压交流真空断路器性能已经获得权威机构认可，性能达到国际先进水平，公司相继与国电投、华能集团、华润新能源、中广核、中国电力、中国能源建设、山东国瑞能源、华电国际等大型央企、国企牵手合作，2016 年公司先后入围中国核工业集团、中节能风力发电、中国华电集团等供应商资格，2017 年公司入围国电投供应商资格，为公司核电产品在核电站的应用打下良好基础。

通过本次募投项目，公司技术储备将顺利向产业转化，同时有助于

提升公司在高端制造装备的竞争力，业务空间进一步打开。

- **河南资产、中原金控战略入局，产业与资本结合互补。**今年三季度河南资产通过二级市场操作增持，新进为第五大股东，持股 4.12%。11 月 30 日，公司董事会决定提名陈翔宇先生为董事候选人，陈翔宇先生现任河南资产计划财务部担任财务经理、职工监事。河南资产第一大股东是河南投资集团有限公司，是河南省政府的投融资主体，旗下拥有多个优质金融资产。8 月 31 日，公司与河南资产签订了战略合作协议，河南资产将利用自身优势为公司可能涉及的产业投资、并购重组及债权、债务调整业务提供专业服务，帮助公司实现产业转型升级。

今年一季度中原金控通过在二级市场增持，目前是公司第七大股东，持股 2.64%，6 月 11 日，森源电气董事会全票通过增补中原金控常务副总经理田旭为董事候选人的议案。河南资产、中原金控是出色的地方金融平台，是优质的战略投资者，将河南资产、中原金控引入董事会有利于实现产业资本与金融资本深度合作。

- **坚持“大电气”与新能源双轮驱动，国际业务实现重大突破。**目前公司 60%以上收入集中在华中地区，公司利用区位优势实现华中地区销售的稳步增长，其他地区业务拓展实现突破，上半年公司华东地区收入同比增长 20%，华南地区销售收入同比增长 698%。此外，公司与中化石油下属公司的合作，推动了公司产品在石化领域的应用，公司与中信国安，建业集团等知名房地产企业加强合作，推动公司在产品在房地产领域的应用。新能源方面，在积极发展分布式光伏存量业务的同时加大了对于风电等新能领域的拓展。公司多项产品通过国际最权威的荷兰 KEMA 实验室认证优势，上半年公司在与蒙古国新亚洲集团有限责任公司签署了《蒙古扎布汗省台勒门 100MW 燃煤电厂项目合同协议》，合同金额约 1.8 亿美元，国际市场取得重大突破。

- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司：1) 技术储备向产业转化，智能工厂、核电业务空间打开，为公司带来新增长点；2) 秉承输配电与新能源结合的发展战略，发挥两者协同效应；3) 低压成套设备业务快速发展，同时国内拓展华中以外地区业务，国际业务实现突破。基于审慎性原则，暂不考虑可转债项目对公司业绩的影响，预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.66 元, 0.82 元, 0.98 元, 对应的 PE 分别为 26 倍, 21 倍, 18 倍。

相比于上篇报告，公司盈利预测保持不变，上篇报告发布后，公司发生多个变化：1) 地方金融平台河南资产作为优质战略投资者入局，成为第五大股东，未来公司有望实现产业与资本深度合作；2) 公司获得国家核安全局下发的《民用核安全设备设计许可证》及《民用核安全设备制造许可证》；3) 公司募投工业机器人、核电项目，技术储备向产业转化，未来业务空间打开，故上调至“买入”评级。

- **风险提示：**募投项目落地时间不及预期；国际业务拓展不及预期；订单交付的不确定性；产业与金融合作不及预期；大股东对公司支持不及预期；可转债发行进度不及预期风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	3551	3891	4580	5363
增长率(%)	20%	10%	18%	17%
归母净利润（百万元）	447	618	762	911
增长率(%)	35%	38%	23%	20%
摊薄每股收益（元）	0.48	0.66	0.82	0.98
ROE(%)	9.12%	11.61%	13.05%	14.09%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 本次可转换债券募集资金使用计划

序号	项目名称	总投资额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	核电用 1E 级中低压开关柜及元器件产业化项目	28,617.00	20,000.00
2	工业智能装备 (工业机器人) 及智能工厂物流 (AGV) 产业化项目	118,526.00	100,000.00
3	补充流动资金	40,000.00	40,000.00
合计		187,143.00	160,000.00

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

附表：森源电气盈利预测表（暂不考虑本次可转债发行影响）

证券代码:	002358.SZ				股价:	17.20	投资评级:	买入	日期:	2018-11-30
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	9%	12%	13%	14%	EPS	0.48	0.66	0.82	0.98	
毛利率	24%	29%	29%	29%	BVPS	5.26	5.72	6.30	6.98	
期间费率	11%	11%	11%	10%	估值					
销售净利率	13%	16%	17%	17%	P/E	35.80	25.89	20.97	17.55	
成长能力					P/B	3.27	3.00	2.73	2.46	
收入增长率	20%	10%	18%	17%	P/S	4.50	4.11	3.49	2.98	
利润增长率	35%	38%	23%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.42	0.43	0.46	0.49	营业收入	3551	3891	4580	5363	
应收账款周转率	0.98	1.01	1.02	1.03	营业成本	2686	2774	3267	3827	
存货周转率	3.88	3.93	3.97	4.01	营业税金及附加	29	31	37	43	
偿债能力					销售费用	97	82	94	107	
资产负债率	43%	41%	41%	41%	管理费用	233	257	289	322	
流动比	1.92	1.96	2.00	2.05	财务费用	35	69	69	69	
速动比	1.72	1.77	1.79	1.83	其他费用/(-收入)	(2)	(10)	10	10	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	473	667	834	1004	
现金及现金等价物	2148	2167	2166	2216	营业外净收支	39	40	40	40	
应收款项	3627	3867	4488	5182	利润总额	512	707	874	1044	
存货净额	692	715	833	965	所得税费用	72	99	122	146	
其他流动资产	380	408	470	539	净利润	440	608	751	898	
流动资产合计	6846	7153	7952	8898	少数股东损益	(7)	(9)	(11)	(13)	
固定资产	1038	1034	1031	1028	归属于母公司净利润	447	618	762	911	
在建工程	267	467	517	567	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	152	152	148	145	经营活动现金流	(178)	506	377	471	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	440	608	751	898	
资产总计	8549	9052	9896	10885	少数股东权益	(7)	(9)	(11)	(13)	
短期借款	1779	1779	1779	1779	折旧摊销	85	119	119	118	
应付款项	1678	1753	2065	2419	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	45	49	58	68	营运资金变动	(697)	(371)	(1121)	(1258)	
其他流动负债	65	65	65	65	投资活动现金流	(178)	(196)	(47)	(47)	
流动负债合计	3568	3647	3967	4331	资本支出	(289)	(196)	(47)	(47)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	85	85	85	85	其他	110	0	0	0	
长期负债合计	85	85	85	85	筹资活动现金流	376	(185)	(229)	(273)	
负债合计	3652	3732	4052	4415	债务融资	555	0	0	0	
股本	930	930	930	930	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	4897	5321	5844	6469	其它	(179)	(185)	(229)	(273)	
负债和股东权益总计	8549	9052	9896	10885	现金净增加额	20	124	102	151	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。